

天岳先进 (688234.SH)

毛利率环比持续提升，8英寸衬底保持领先

优于大市

核心观点

营收连续9个季度增长，2Q24扣非归母净利润环比增长21%。公司主要产品为碳化硅衬底。2Q24年公司实现营收4.86亿元(YoY+98.5%，QoQ+14.1%)，连续9个季度保持营收同比增长；扣非归母净利润0.53亿元(YoY+181%，QoQ+20.7%)，毛利率23.97%(YoY+13.28pct，QoQ+2.05pct)。随终端场景对高品质、车规级的产品需求提升，公司导电型碳化硅产能产量持续提升，交付能力继续增强。

导电衬底客户覆盖全球头部企业，长期合作协议持续更新。1H24公司与英飞凌、博世等下游国际头部企业签署了新的长期合作协议，公司向英飞凌提供6英寸导电型衬底和晶棒，占英飞凌需求的两位数水平，同时还将助力英飞凌向8英寸产品转型。截至1H24，全球前十大功率半导体企业超50%已成为公司客户；此外，1H24日本子公司SICC GLOBAL株式会社实现收入2922万元，净利润93万元。

临港工厂交付品质持续提升，客户与技术提升进入正向循环。23年公司已实现销量超20万片，上海临港工厂二阶段产能提升持续推进；得益于上海工厂前期模块化高标准设计，通过AI和数字化技术持续优化工艺，良率水平稳步提高，公司毛利率得以实现环比三个季度连续增长。随着公司车规级高品质导电型衬底向国际大厂客户大规模批量供应，品控能力进一步提升，从而进入头部客户-技术提升-规模扩大的正向循环。

8英寸批量供货，各项核心技术进一步优化。公司在8英寸衬底已率先实现海外客户批量销售。目前，随国际一线大厂在8英寸晶圆工厂建设步入陆续投产阶段，公司8英寸产品的客户验证和销售量持续增加。上海临港工厂二期8英寸碳化硅衬底扩产正在推进中；未来，通过和英飞凌等国际龙头合作，公司有望在8英寸衬底等领域占据先发优势。

投资建议：中长期我们看好公司在导电碳化硅衬底的领先身位，公司1H24毛利率提升好于预期，上调公司毛利率，随着规模效应体现，下调未来3年费用率，预计公司24-26年归母净利润2.28/3.81/5.52亿元(前值：1.18/2.25/3.92亿元)，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	417	1,251	2,163	3,042	4,195
(+/-%)	-15.6%	199.9%	73.0%	40.6%	37.9%
净利润(百万元)	-175	-46	228	381	552
(+/-%)	-294.8%	73.9%	598.8%	67.2%	44.6%
每股收益(元)	-0.41	-0.11	0.32	0.53	0.77
EBIT Margin	-66.4%	-9.7%	5.4%	7.5%	10.6%
净资产收益率(ROE)	-3.3%	-0.9%	1.9%	3.1%	4.4%
市盈率(PE)	-115.9	-444.3	147.8	88.4	61.1
EV/EBITDA	-155.7	231.8	60.5	47.5	35.6
市净率(PB)	3.87	3.89	2.83	2.76	2.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：李书颖

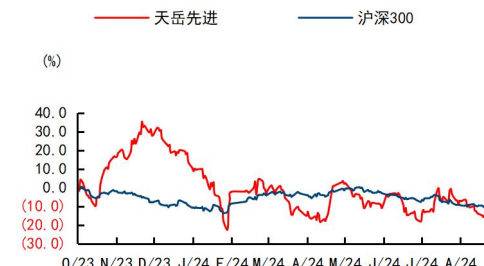
0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.79元
总市值/流通市值	20966/12899百万元
52周最高价/最低价	76.70/40.88元
近3个月日均成交额	182.75百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

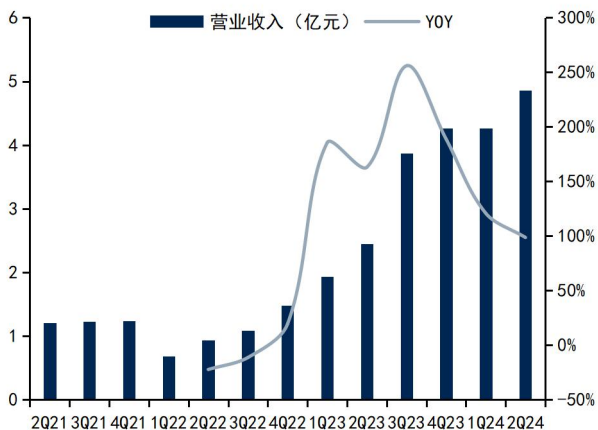
相关研究报告

《天岳先进(688234.SH)-1Q24盈利水平大幅改善，产品与客户拓展保持领先》——2024-05-06

《天岳先进(688234.SH)-3Q23单季度归母净利润转正，营收同比增长256%》——2023-11-03

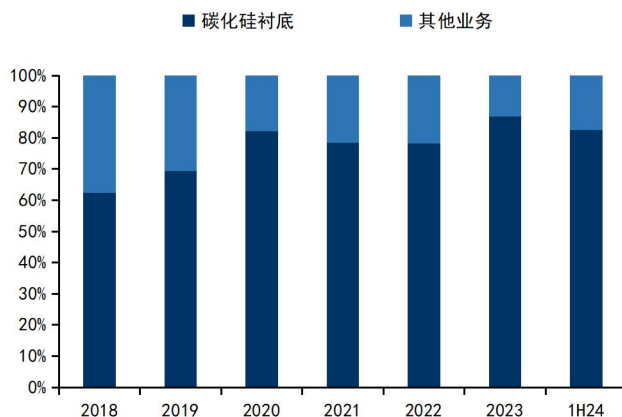
《天岳先进(688234.SH)-一季度营收环比提升，毛利率逐季环比改善》——2023-05-07

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



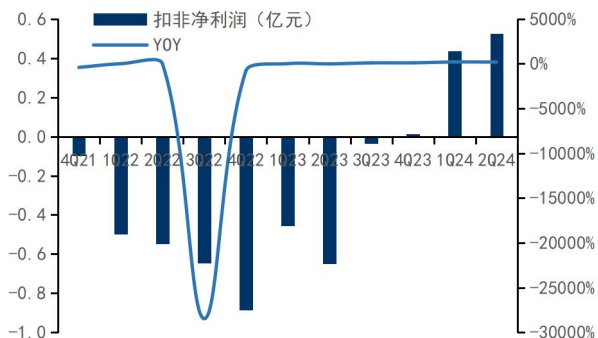
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



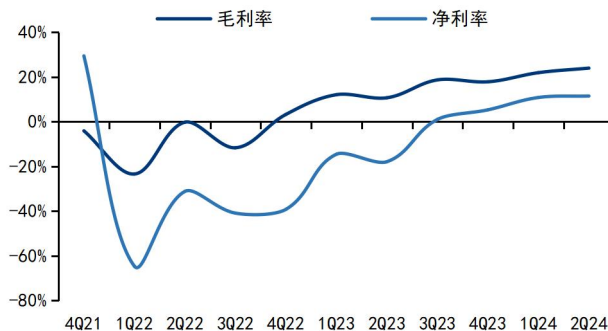
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



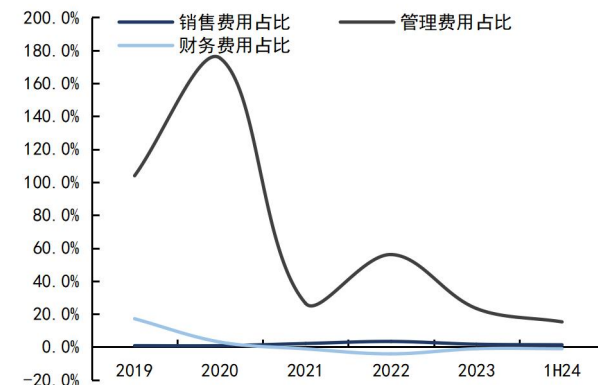
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (%、%)



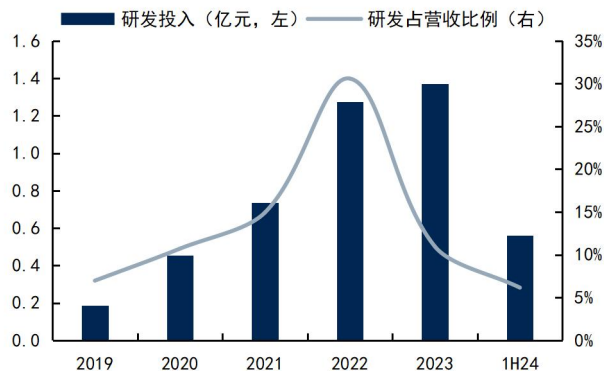
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)

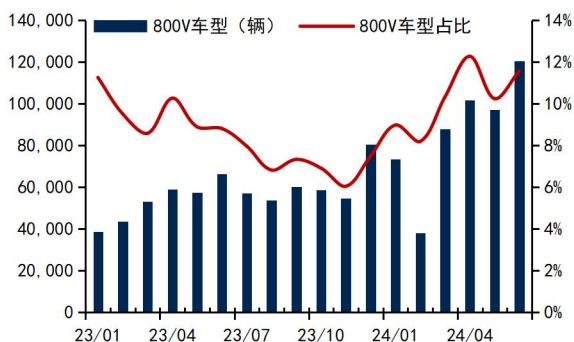


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

碳化硅上车快于预期，800V 车型中碳化硅车型占比快速提升。据 NE 时代数据，我国新能源上险乘用车中 800V 车型渗透率约 12%，其中 800V 碳化硅渗透率提升至 63%。6 月 800V 车型的渗透率为 11.58%，其中 24 年上半年累计占比 10.48%，6 月碳化硅车型在 800V 车型中占比达到 63%，碳化硅车型持续增加。

图7: 新能源上险乘用车 800V 车型占电动车比例 (%)



资料来源: NE 时代, 国信证券经济研究所整理

图8: 新能源上险乘用车 800V 车型碳化硅模块渗透率 (%)



资料来源: NE 时代, 国信证券经济研究所整理

随下游碳化硅渗透衬底出货量增加，公司市占率逐步提升。根据日本富士经济报告数据，2023 年全球导电型碳化硅衬底材料市场占有率，天岳先进（SICC）跃居全球前三。随公司产能持续增加，我们上调公司营收增长节奏：

碳化硅产品：碳化硅导电衬底需求增长，公司产能释放快于预期，季度营收连续 9 个季度环比提升。预计未来随上海临港工厂产能进一步释放，上调碳化硅衬底营收增速，24-26 年碳化硅衬底整体收入增速为 185%/37%/25%，对应预计 23-25 年收入约 19.16/26.71/36.33 亿元。

其他产品：包含无法达到半导体级要求的晶棒、不合格衬底等其他业务产品，通过向莫桑石等客户销售，该部分产品亦可为公司带来部分收入和利润。预计随消费复苏，该部分业务将保持 50%/50%/50%的增速。

表1: 公司未来 3 年收入预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	4.17	12.51	21.63	30.42	41.95
碳化硅衬底	3.26	10.86	19.16	26.71	36.33
其他业务	0.91	1.65	2.47	3.71	5.63
同比增速(%)	-16%	200%	73%	41%	38%
碳化硅衬底	-16%	233%	76%	39%	36%
其他业务	78%	87%	50%	50%	52%
毛利率(%)	-5.75%	15.81%	24.24%	25.17%	27.23%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述，我们预计 24-26 年公司营收分别增长 73%/41%/38% 至 21.63/30.42/41.95 亿元，对应综合毛利率为 24.24%/25.17%/27.23%。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	685	1030	7260	7291	7244	营业收入	417	1251	2163	3042	4195
应收款项	176	388	671	943	1301	营业成本	441	1053	1654	2292	3068
存货净额	533	843	1187	1752	2455	营业税金及附加	5	8	13	19	26
其他流动资产	1920	543	752	959	1219	销售费用	14	20	22	25	38
流动资产合计	3314	2804	9869	10945	12218	管理费用	106	154	226	279	343
固定资产	2200	3623	3854	4014	4333	研发费用	128	137	130	199	274
无形资产及其他	253	273	262	251	240	财务费用	(17)	(13)	(103)	(182)	(182)
其他长期资产	99	185	185	185	185	投资收益	2	16	6	8	10
长期股权投资	0	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	25	(9)	(6)	(15)	(31)
资产总计	5866	6911	14197	15422	17003	其他	53	45	37	29	19
短期借款及交易性金融负债	1	3	3	2	3	营业利润	(179)	(57)	258	432	626
应付款项	185	1070	1506	2224	3115	营业外净收支	2	1	2	1	1
其他流动负债	127	230	325	468	646	利润总额	(177)	(56)	259	433	627
流动负债合计	313	1304	1834	2694	3763	所得税费用	(2)	(10)	31	52	75
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	302	381	453	514	584	归属于母公司净利润	(175)	(46)	228	381	552
长期负债合计	302	381	453	514	584	现金流量表 (百万元)					
负债合计	615	1685	2288	3208	4348	净利润	(175)	(46)	228	381	552
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	9	16	19	34	44
股东权益	5251	5227	11909	12214	12655	折旧摊销	142	217	478	549	622
负债和股东权益总计	5866	6911	14197	15422	17003	公允价值变动损失	(34)	(7)	(14)	(18)	(13)
关键财务与估值指标						财务费用	2	1	(103)	(182)	(182)
每股收益	(0.41)	(0.11)	0.32	0.53	0.77	营运资本变动	9	322	(219)	(106)	(167)
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.11	0.15	其它	(11)	(490)	84	148	137
每股净资产	12.22	12.16	16.70	17.13	17.75	经营活动现金流	(59)	13	473	805	993
ROIC	-9%	-2%	2%	4%	7%	资本开支	(1034)	(1395)	(698)	(698)	(930)
ROE	-3%	-1%	2%	3%	4%	其它投资现金流	(1746)	1519	0	0	0
毛利率	-6%	16%	24%	25%	27%	投资活动现金流	(2780)	123	(698)	(698)	(930)
EBIT Margin	-66%	-10%	5%	8%	11%	权益性融资	3239	0	6500	0	0
EBITDA Margin	-32%	8%	27%	26%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-16%	200%	73%	41%	38%	支付股利、利息	0	0	(46)	(76)	(110)
净利润增长率	-295%	74%	599%	67%	45%	其它融资现金流	(60)	(6)	0	(1)	1
资产负债率	10%	24%	16%	21%	26%	融资活动现金流	3179	(6)	6454	(77)	(110)
息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	现金净变动	340	129	6230	31	(47)
P/E	(115.9)	(444.3)	147.8	88.4	61.1	货币资金的期初余额	343	682	812	7042	7072
P/B	3.9	3.9	2.8	2.8	2.7	货币资金的期末余额	682	812	7042	7072	7026
EV/EBITDA	(155.7)	231.8	60.5	47.5	35.6	企业自由现金流	(1157)	(955)	(336)	(54)	(83)
						权益自由现金流	(1217)	(961)	(245)	105	78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032